

ABC进展顺利，静待量利双收

投资要点

- **事件:** 公司2023上半年实现营业收入162.49亿元，同比上升1.65%，归母净利润13.09亿元，同比增长119.6%，扣非归母净利润12.67亿元，同比增长128.49%，符合预期。
- **行业供需持续紧张，PERC电池单瓦利润有望进一步提升。** 上半年电池及组件出货18.76GW，同比增长13.56%。扣除存货减值影响，实际单瓦盈利水平超8分，好于行业水平，公司盈利能力突出。上半年硅料价格探底，下半年下游需求放量，后续盈利将逐季向上。我们认为，产业链上下游产能结构失衡，以及电池新技术扩产的不确定性将导致今后至少1年的大尺寸电池产能供给偏紧，预计2023年全年PERC电池单瓦盈利能够超过0.1元。
- **上半年ABC持续投入，进展顺利。** 公司上半年管理费近4亿元，同比增加2.2亿，Q2单季2.5亿，环比增加1亿元。上半年研发费7.9亿元，同比增长41%，继续高投入。公司ABC技术珠海一期产线已经达产，量产效率达到26.5%，ABC组件量产交付效率可达24%。公司ABC组件已实现部分销售，平均单瓦不含税收入约2.20元，溢价超5毛/W。公司已在德国、荷兰、英国、意大利、新加坡、日本等9个国家设立了海外子公司，同时持续布局欧洲、亚洲、大洋洲、南美洲等区域的海外销售网络。下半年，公司N型ABC组件实现批量出货。
- **市场接受度高，在手订单充足。** 得益于ABC组件优异的产品力，公司逐渐赢得信赖并达成诸多合作。公司与德国Memodo集团签订1.3GW的ABC组件供货协议，与荷兰LIBRA集团签订650MW的ABC组件供货协议，与捷克25ENERGY、也门SAHARA等公司亦达成欧洲区域产品销售协议，与丸红技术系统株式会社、WWB株式会社、IGUAZU达成日本市场产品销售代理合作。目前，公司ABC组件供不应求，合计约有5GW订单，在手订单充足。
- **年底投产25GW电池、组件一体化产能，产能进一步扩张。** 公司珠海6.5GWABC电池项目已达产，配套组件预计9月底投产，义乌15GW正在建设中，年底有望形成25GW电池组件一体化产能。济南10GW电池及配套组件项目已经开展前期筹备，预计明年投产，公司未来还将新增国内生产基地1-2处，每个基地规划不低于30GW电池、组件的一体化产能，预计未来每年将新增20-30GW的ABC一体化电池、组件产能。
- **盈利预测与投资建议:** 公司PERC电池片业绩将逐季度提升，且公司ABC组件发电效率全球领先，未来有望顺利转型能源互联网产品提供商，依据目前电池片盈利水平及未来供需情况的分析，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为43.95/70.43/98.45亿元，维持目标价49.10元(除权后)，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游装机需求受国际形势变化影响突然下滑的风险；公司ABC电池技术开发失败的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	35074.96	33200.00	82900.00	115400.00
增长率	126.72%	-5.35%	149.70%	39.20%
归属母公司净利润(百万元)	2328.20	4394.58	7042.79	9844.72
增长率	1954.33%	88.75%	60.26%	39.78%
每股收益EPS(元)	1.27	2.40	3.85	5.39
净资产收益率ROE	25.70%	33.86%	36.80%	35.71%
PE	17	9	6	4
PB	4.48	3.13	2.12	1.47

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.28
流通A股(亿股)	15.98
52周内股价区间(元)	20.82-47.99
总市值(亿元)	405.98
总资产(亿元)	284.77
每股净资产(元)	5.21

相关研究

1. 爱旭股份(600732): ABC已打开高端市场，产能进一步狂飙 (2023-04-29)
2. 爱旭股份(600732): Perc盈利能力稳定，ABC年底25GW产能 (2023-03-14)
3. 爱旭股份(600732): ABC开始盈利，逐季度提升趋势明确 (2023-01-16)
4. 爱旭股份(600732): 盈利逐季提升趋势显现，ABC量产愈渐确定 (2022-11-01)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	35074.96	33200.00	82900.00	115400.00	净利润	2328.57	4399.58	7052.79	9864.72
营业成本	30260.38	27208.00	72924.00	101524.00	折旧与摊销	1007.75	846.43	1374.57	1902.71
营业税金及附加	52.07	44.20	114.61	157.57	财务费用	254.94	222.12	182.37	140.50
销售费用	56.39	60.17	144.58	203.89	资产减值损失	-282.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	516.51	534.97	1297.46	1823.90	经营营运资本变动	1693.73	789.11	8437.24	4032.86
财务费用	254.94	222.12	182.37	140.50	其他	226.34	-186.82	-199.89	26.04
资产减值损失	-282.20	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	5229.14	6070.41	16847.08	15966.83
投资收益	-38.57	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2621.95	-3500.00	-3500.00	-2000.00
公允价值变动损益	105.22	67.87	80.32	76.17	其他	-1975.37	135.97	80.32	76.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4597.32	-3364.03	-3419.68	-1923.83
营业利润	2487.53	5198.42	8317.31	11626.30	短期借款	-675.72	-654.50	0.00	0.00
其他非经营损益	-14.81	-22.45	-19.90	-20.75	长期借款	1001.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	2472.72	5175.97	8297.40	11605.55	股权融资	1667.36	0.00	0.00	0.00
所得税	144.15	776.40	1244.61	1740.83	支付股利	0.00	-465.64	-878.92	-1408.56
净利润	2328.57	4399.58	7052.79	9864.72	其他	-400.95	-1741.88	-182.37	-140.50
少数股东损益	0.37	5.00	10.00	20.00	筹资活动现金流净额	1591.83	-2862.02	-1061.28	-1549.06
归属母公司股东净利润	2328.20	4394.58	7042.79	9844.72	现金流量净额	2245.46	-155.63	12366.11	12493.94
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5649.76	5494.13	17860.25	30354.19	成长能力				
应收和预付款项	2547.77	2665.51	6730.04	9392.69	销售收入增长率	126.72%	-5.35%	149.70%	39.20%
存货	1527.08	1466.08	4309.35	5910.06	营业利润增长率	1301.42%	108.98%	60.00%	39.78%
其他流动资产	513.50	271.54	579.85	781.46	净利润增长率	2110.80%	88.94%	60.31%	39.87%
长期股权投资	3.33	3.33	3.33	3.33	EBITDA 增长率	335.80%	67.11%	57.56%	38.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11922.97	14641.40	16831.70	16993.86	毛利率	13.73%	18.05%	12.03%	12.02%
无形资产和开发支出	604.93	541.46	477.99	414.52	三费率	2.36%	2.46%	1.96%	1.88%
其他非流动资产	1920.40	1919.00	1917.60	1916.20	净利率	6.64%	13.25%	8.51%	8.55%
资产总计	24689.73	27002.46	48710.11	65766.32	ROE	25.70%	33.86%	36.80%	35.71%
短期借款	654.50	0.00	0.00	0.00	ROA	9.43%	16.29%	14.48%	15.00%
应付和预收款项	7614.59	8647.45	23171.17	31139.32	ROIC	31.32%	46.30%	70.56%	108.29%
长期借款	2005.25	2005.25	2005.25	2005.25	EBITDA/销售收入	10.69%	18.88%	11.91%	11.85%
其他负债	5356.45	3357.07	4367.12	4999.01	营运能力				
负债合计	15630.79	14009.76	29543.54	38143.58	总资产周转率	1.65	1.28	2.19	2.02
股本	1302.12	1827.93	1827.93	1827.93	固定资产周转率	3.71	3.41	4.74	5.01
资本公积	3998.10	3472.29	3472.29	3472.29	应收账款周转率	162.40	134.89	165.23	138.79
留存收益	3777.19	7706.12	13870.00	22306.16	存货周转率	15.13	16.02	24.64	19.69
归属母公司股东权益	9058.95	12987.69	19151.57	27587.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	56.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	5.00	15.00	35.00	资本结构				
股东权益合计	9058.95	12992.69	19166.57	27622.73	资产负债率	63.31%	51.88%	60.65%	58.00%
负债和股东权益合计	24689.73	27002.46	48710.11	65766.32	带息债务/总负债	17.02%	14.31%	6.79%	5.26%
					流动比率	0.94	1.07	1.19	1.39
					速动比率	0.80	0.91	1.02	1.21
					股利支付率	0.00%	10.60%	12.48%	14.31%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	3750.22	6266.97	9874.24	13669.52	每股收益	1.27	2.40	3.85	5.39
PE	17.44	9.24	5.76	4.12	每股净资产	4.96	7.11	10.48	15.09
PB	4.48	3.13	2.12	1.47	每股经营现金	2.86	3.32	9.22	8.73
PS	1.16	1.22	0.49	0.35	每股股利	0.00	0.25	0.48	0.77
EV/EBITDA	6.79	5.61	2.31	0.75					
股息率	0.00%	1.15%	2.16%	3.47%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn